2020. 5. 12

▲ 통신/미디어
Analyst **정지수**
02. 6454-4863
jisoo.jeong@meritz.co.kr

RA **문경원**
02. 6454-4881
kyeongwon.moon@meritz.co.kr

CJ CGV 079160

1Q20 Review: 아쉬움의 연속

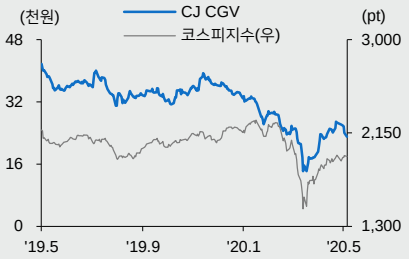
- ✓ 1Q20 연결 영업적자 –716억원(적전 YoY)으로 시장 컨센서스(–348억원) 하회
- ✓ COVID–19 확산 방지를 위한 휴업 조치로 고정비 부담 지속되며 적자 전환
- ✓ 2020년 연간 매출액 1.4조원(–27.9% YoY), 영업적자 –485억원(적전 YoY) 전망
- ✓ 2,502억원 규모의 유상증자 결정. 증자 비율 감안 시 약 15% 주가 희석 불가피
- ✓ 투자의견 Buy에서 Hold, 적정주가 50,000원에서 25,000원으로 하향

Hold

적정주가 (12 개월)	**25,000 원**
현재주가 (5.11)	**23,050 원**
상승여력	**8.5%**
KOSPI	1,935.40pt
시가총액	4,878억원
발행주식수	3,510만주
유동주식비율	60.90%
외국인비중	6.20%
52주 최고/최저가	40,100원/14,150원
평균거래대금	83.3억원
주요주주(%)	
CJ 외 2 인	39.06
국민연금공단	5.54

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-2.5	-33.9	-42.5
상대주가	-6.3	-27.4	-37.4

주가그래프



1Q20 Review: COVID–19 확산에 무기력한 영화 산업

1Q20 연결 실적은 매출액 2,433억원(–47.6% YoY), 영업적자 –716억원(적전 YoY)을 기록하며 시장 컨센서스를 하회했다. COVID–19 확산 방지를 위한 휴업 조치로 국내외 극장 매출이 모두 감소했고, 인력 최소화 등 비용 절감 노력에도 높은 고정비 부담이 지속되며 적자 전환했다. COVID–19 불확실성이 여전히 존재하나, 국내(4월)와 중국, 베트남(5월) 영업 재개로 하반기 영업 환경은 개선될 전망이다. 2020년 연간 매출액과 영업적자는 각각 1.4조원(–27.9% YoY), –485억원(적전 YoY)을 전망한다.

2,502억원 규모의 유상증자 결정

동사는 8일 2,502억원 규모의 유상증자를 결정했다. 신주 발행가액 17,950원, 발행주식수 1,393만주(기존 발행 주식수 대비 65.9%)로 주주배정후 실권주 일반공모 방식으로 증자할 계획이다. 조달한 자금은 2H20와 2021년에 만기 도래하는 약 1,600억원 규모의 회사채 상환에 사용되며, 나머지 900억원은 운영자금 목적으로 활용될 계획이다. COVID–19 사태로 영업 상황이 악화되어 대규모 증가가 불가피했으나, 증자 비율 감안 시 14.6% 수준의 주가 희석은 불가피하다.

투자의견 Hold, 적정주가 25,000원으로 하향

투자의견은 Buy에서 Hold, 적정주가는 50,000원에서 25,000원으로 –50% 하향 조정한다. 적정주가는 본사, 터키, CGI 홀딩스 등 각 지역별 가치를 합산한 SOTP 방식을 활용했으며, COVID–19 영향이 지속되는 만큼 Target EV/EBITDA는 약 30% 할인 적용했다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	1,769.4	77.7	-140.7	-6,647	N/A	12,271	N/A	3.3	8.9	-49.6	306.0
2019	1,942.3	122.0	-152.6	-7,213	N/A	12,777	N/A	2.7	8.3	-57.6	652.6
2020E	1,399.6	-48.5	-120.5	-5,693	N/A	18,907	N/A	1.2	23.7	-35.9	573.8
2021E	1,778.5	124.5	4.1	117	N/A	11,516	197.3	2.0	11.2	1.0	586.8
2022E	1,843.6	131.9	13.3	380	225.1	11,896	60.7	1.9	10.3	3.2	570.6

COVID-19 직격탄에 1Q20 영업적자 전환

1Q20 연결 실적은 매출액 2,433억원(-47.6% YoY), 영업적자 -716억원(적전 YoY)을 기록하며 시장 컨센서스(영업적자 -348억원)를 하회했다. COVID-19 확산 방지를 위한 휴업 조치로 국내외 극장 매출이 모두 감소했고, 인력 최소화 등 비용 절감 노력에도 높은 고정비 부담이 지속되며 적자 전환했다. 2020년 연간 매출액과 영업적자는 각각 1조 3,995억원(-27.9% YoY), -485억원(적전 YoY)을 전망한다.

표1 CJ CGV 1Q20 실적 Review

(십억원)	1Q20P	1Q19	YoY (%)	4Q19	QoQ (%)	컨센서스	(% diff.)	Meritz	(% diff.)
매출액	243.3	464.6	-47.6	498.3	-51.2	292.8	-16.9	491.5	-50.5
영업이익	-71.6	23.5	-404.6	45.2	-258.3	-34.8	105.8	21.2	-437.8
세전이익	-120.5	-9.1	1,231.3	-207.7	-42.0	-56.7	112.6	7.9	-1,625.8
순이익	-118.6	-8.6	1,283.2	-213.5	-44.5	-52.4	126.2	6.9	-1,818.1

자료: CJ CGV, 메리츠증권 리서치센터

표2 CJ CGV 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20P	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
연결 매출액	**464.6**	**481.9**	**497.5**	**498.3**	**243.3**	**278.3**	**399.2**	**478.7**	**1,942.3**	**1,399.5**	**1,778.5**
% YoY	5.3%	19.1%	5.2%	10.6%	-47.6%	-42.3%	-19.7%	-3.9%	9.8%	-27.9%	27.1%
한국(별도)	248.8	266.3	282.1	256.7	127.8	140.6	226.9	232.5	1,053.9	727.9	966.8
연결 자회사	215.8	215.6	215.4	241.6	115.5	137.7	172.3	246.2	888.4	671.6	811.8
중국	90.8	77.7	87.2	82.0	12.2	15.7	44.1	66.3	337.7	138.2	189.5
터키	38.7	26.3	25.6	55.0	33.7	27.9	28.4	68.1	145.6	158.0	189.7
베트남	45.7	53.4	45.1	41.9	30.3	40.1	40.6	43.2	186.1	154.1	166.7
4DX	20.9	31.9	28.3	31.8	21.4	32.4	29.0	32.2	112.9	115.0	117.0
매출원가	282.4	294.0	297.6	283.2	177.2	185.0	231.7	241.2	1,157.3	835.1	978.3
매출원가율	60.8%	61.0%	59.8%	56.8%	72.8%	66.5%	58.0%	50.4%	59.6%	59.7%	55.0%
매출총이익	**182.2**	**187.9**	**199.8**	**215.1**	**66.1**	**93.3**	**167.6**	**237.5**	**785.0**	**564.4**	**800.2**
판관비	158.7	164.4	168.9	169.8	137.7	129.8	146.6	198.9	661.8	612.9	675.8
영업이익	**23.5**	**23.5**	**31.0**	**45.2**	**-71.6**	**-36.4**	**20.9**	**38.6**	**123.2**	**-48.5**	**124.5**
% YoY	22.6%	8733.8%	-5.1%	76.6%	-404.6%	-255.3%	-32.4%	-14.7%	58.5%	-139.4%	-356.5%
영업이익률	5.1%	4.9%	6.2%	9.1%	-29.4%	-13.1%	5.2%	8.1%	6.3%	-3.5%	7.0%
한국(별도)	9.3	9.3	26.5	25.4	-32.9	-21.2	16.2	17.6	70.5	-20.4	77.0
연결 자회사	14.2	14.2	4.5	19.8	-38.7	-15.2	4.8	21.0	52.7	-28.1	47.5
중국	8.8	1.0	2.2	1.0	-28.4	-12.3	5.1	2.3	13.0	-33.3	14.6
터키	2.3	-2.9	-5.0	12.2	0.5	-3.1	-2.8	15.1	6.6	9.8	10.2
베트남	7.2	6.4	4.1	2.5	0.6	2.4	4.4	2.5	20.2	9.9	16.9
4DX	-0.5	4.6	1.6	-4.4	-3.2	-0.7	-0.9	-1.1	1.3	-6.0	4.3
법인세차감전순이익	**-9.1**	**-8.7**	**-3.2**	**-207.7**	**-120.5**	**-96.2**	**-9.1**	**23.9**	**-228.6**	**-201.9**	**7.0**
법인세비용	-0.5	1.2	3.9	5.9	-2.0	-11.5	-1.1	1.4	10.5	-13.3	0.5
당기순이익	**-8.6**	**-9.8**	**-7.1**	**-213.5**	**-118.6**	**-84.7**	**-8.0**	**22.5**	**-239.1**	**-188.7**	**6.4**
당기순이익률	-1.8%	-2.0%	-1.4%	-42.9%	-48.7%	-30.4%	-2.0%	4.7%	-12.3%	-13.5%	0.4%

자료: 메리츠증권 리서치센터

2,502억원 규모 유상증자 결정

동사는 8일 실적발표와 함께 2,502억원 규모의 유상증자를 결정했다. 신주 발행가액 17,950원, 발행주식수 1,393만주(기존 발행 주식수 대비 65.9%)로 주주배정후 실권주 일반공모 방식으로 증자할 계획이다. 조달한 자금은 2H20와 2021년에 만기 도래하는 약 1,600억원 규모의 회사채 상환에 사용될 계획이다. 이번 유상증자를 통해 부채비율은 653%(2019년 기준)에서 461%로 낮출 수 있으며, 순차입금도 6,190억원에서 5,000억원 이하로 낮출 수 있다.

표3 CJ CGV 유상증자 일정

일시	내용
2020년 6월 17일	신주배정기준일
2020년 7월 15일	예정발행가 확정일
2020년 7월 20일	우리사주조합 청약예정일
2020년 7월 20~21일	우리사주조합 청약예정일
2020년 7월 23~24일	일반공모 청약예정일
2020년 8월 7일	신주의 상장예정일

자료: DART, 메리츠증권 리서치센터

표4 CJ CGV 유상증자 세부내역

구분	내용
기존발행주식수	**21,161,313**
유상증자 주식수	13,938,687
자기주식을 제외한 발행주식총수	21,161,313
우리사주배정	2,787,737
구주주배정	11,150,950
유증후 총발행주식수	35,100,000
증자 비율	64.9%
모집가액(원)	17,950
모집총액(십억원)	**250.2**

자료: DART, 메리츠증권 리서치센터

수정 BPS 적용 20,500~41,500원 밴드 내 등락 전망

유상증자를 발표한 5월 8일 주가는 24,000원으로 유상증자 이전 BPS(28,406원) 기준 PBR 0.84배이며, 영업이익 기준 최대 실적을 달성한 2019년 주가 연중 최고치는 48,600원(2019/3/19)으로 동일 기준 PBR 1.71배 수준이다. 유상증자 이후 14.6%의 희석을 반영한 수정 BPS(24,254원)로 주가를 환산할 경우 각각 20,492원과 41,496원이 계산되며, 신주 상장예정일인 2020년 8월 7일 이전에는 해당 주가 밴드 수준을 벗어나기 어려울 전망이다. 성공적으로 유상증자 마무리 후에는 공매도 금지 해제가 기다리고 있어 연내 의미 있는 수준의 주가 회복을 기대하기 어려울 전망이다.

표5 CJ CGV 유상증자 전후 자본 및 BPS 변화

(십억원, 원)	유상증자 이전	유상증자 이후	diff.(%)
자본금	10.6	17.6	65.9%
이익잉여금(주식발행초과금 포함)	15.3	258.5	
자본총계	601.1	851.3	41.6%
부채총계	3,922.9	3,922.9	
부채비율	**653%**	**461%**	**-192%p**
BPS	**28,406**	**24,254**	**-14.6%**

자료: 메리츠증권 리서치센터

투자의견 Buy → Hold, 적정주가 5만원 → 2.5만원 하향

투자의견은 Buy에서 Hold, 적정주가는 50,000원에서 25,000원으로 -50% 하향 조정한다. 적정주가는 본사, 터키, CGI 홀딩스 등 각 지역별 가치를 합산한 SOTP 방식을 활용했다. 현재 상황이 어려운 경영 환경임에는 분명하나, 최근 실적 악화가 펀더멘털 이슈가 아닌 외부변수라는 점을 감안해 Target Multiple 할인을 결정했으며, 한국과 같은 성숙 시장은 35%, 터키, 중국 등 신흥 시장은 25% 각각 할인 적용했다.

표6 CJ CGV SOTP Valuation

구분	EBITDA (십억원)	EV/EBITDA (배)	지분율 (%)	적정 EV	비고
영업가치				**1,503.2**	
본사	171.6	4.8	100.0	819.6	글로벌 평균 대비 35% 할인
터키	43.0	5.5	39.3	93.2	글로벌 평균 대비 25% 할인
CGI 홀딩스	131.5	5.5	71.4	517.6	글로벌 평균 대비 25% 할인
4DX	14.0	5.8	90.5	72.8	IMAX China 멀티플 적용
순차입금				**619.0**	
총기업가치				**884.2**	
주식수 (천주)				35,100	
적정주가 (원)				**25,190**	

자료: 메리츠증권 리서치센터

CJ CGV (079160)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	**1,769.4**	**1,942.3**	**1,399.6**	**1,778.5**	**1,843.6**
매출액증가율 (%)	3.2	9.8	-27.9	27.1	3.7
매출원가	857.0	1,157.3	835.1	978.3	999.7
매출총이익	912.3	785.0	564.4	800.3	843.8
판매관리비	834.6	663.0	612.9	675.8	711.9
영업이익	**77.7**	**122.0**	**-48.5**	**124.5**	**131.9**
영업이익률	4.4	6.3	-3.5	7.0	7.2
금융손익	-222.4	-228.4	-138.1	-104.2	-97.8
종속/관계기업손익	4.7	4.9	-2.6	-1.2	-1.0
기타영업외손익	-70.5	-127.0	-12.7	-12.2	-11.6
세전계속사업이익	-210.5	-228.6	-201.9	7.0	21.6
법인세비용	-21.9	10.5	-13.3	0.5	0.7
당기순이익	**-188.5**	**-239.1**	**-188.7**	**6.4**	**20.9**
지배주주지분 순이익	-140.7	-152.6	-120.5	4.1	13.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	**105.3**	**283.3**	**-40.2**	**256.6**	**248.9**
당기순이익(손실)	-188.5	-239.1	-188.7	6.4	20.9
유형자산상각비	138.6	325.6	192.5	189.3	204.0
무형자산상각비	20.8	42.2	11.2	10.3	9.4
운전자본의 증감	-107.2	-49.9	-62.3	43.5	7.5
투자활동 현금흐름	**-40.0**	**-228.5**	**-152.6**	**-194.9**	**-171.4**
유형자산의증가(CAPEX)	-245.3	-199.3	-181.0	-175.0	-168.0
투자자산의감소(증가)	-6.9	-21.9	27.1	-18.9	-3.2
재무활동 현금흐름	**-5.8**	**105.0**	**313.3**	**11.1**	**-14.6**
차입금의 증감	36.7	2,224.6	30.8	18.3	-7.5
자본의 증가	0.0	0.0	250.2	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	52.8	166.3	120.5	72.9	62.8
기초현금	132.6	185.3	351.7	472.2	545.1
기말현금	185.3	351.7	472.2	545.1	607.9

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	497.0	677.0	706.9	843.1	916.8
현금및현금성자산	185.3	351.7	472.2	545.1	607.9
매출채권	165.8	180.3	129.9	165.1	171.2
재고자산	18.8	21.6	15.5	19.8	20.5
비유동자산	1,737.2	3,847.0	3,757.9	3,752.2	3,710.1
유형자산	831.6	924.2	912.7	898.4	862.4
무형자산	500.3	336.3	325.1	314.8	305.4
투자자산	97.3	119.2	92.1	111.0	114.3
자산총계	**2,234.2**	**4,524.1**	**4,464.7**	**4,595.3**	**4,626.9**
유동부채	861.4	1,120.2	1,024.1	1,131.0	1,138.7
매입채무	121.5	120.9	87.1	110.7	114.7
단기차입금	196.3	235.5	312.5	298.5	285.5
유동성장기부채	233.6	265.2	265.2	265.2	265.2
비유동부채	822.5	2,802.7	2,778.0	2,795.3	2,798.2
사채	184.7	108.6	108.6	108.6	108.6
장기차입금	303.3	212.9	212.9	212.9	212.9
부채총계	**1,683.9**	**3,922.9**	**3,802.1**	**3,926.3**	**3,937.0**
자본금	10.6	10.6	17.6	17.6	17.6
자본잉여금	89.9	89.9	333.2	333.2	333.2
기타포괄이익누계액	-160.3	-158.9	-158.9	-158.9	-158.9
이익잉여금	181.7	15.3	-105.2	-101.1	-87.8
비지배주주지분	290.6	330.7	262.5	264.9	272.4
자본총계	**550.3**	**601.1**	**662.6**	**669.1**	**689.9**

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	83,613	91,784	66,137	50,670	52,523
EPS(지배주주)	-6,647	-7,213	-5,693	117	380
CFPS	12,220	24,143	10,803	12,335	13,112
EBITDAPS	11,204	23,146	7,333	9,231	9,837
BPS	12,271	12,777	18,907	11,516	11,896
DPS	200	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	N/A	N/A	N/A	197.3	60.7
PCR	3.4	1.4	2.1	1.9	1.8
PSR	0.5	0.4	0.3	0.5	0.4
PBR	3.3	2.7	1.2	2.0	1.9
EBITDA	237.1	489.8	155.2	324.0	345.3
EV/EBITDA	8.9	8.3	23.7	11.2	10.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-49.6	-57.6	-35.9	1.0	3.2
EBITDA 이익률	13.4	25.2	11.1	18.2	18.7
부채비율	306.0	652.6	573.8	586.8	570.6
금융비용부담률	2.7	8.1	16.9	13.4	12.9
이자보상배율(x)	1.6	0.8	-0.2	0.5	0.6
매출채권회전율(x)	10.5	11.2	9.0	12.1	11.0
재고자산회전율(x)	96.5	96.3	75.4	100.8	91.7

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

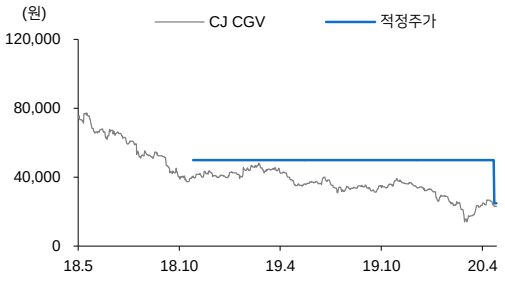
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	78.9%
중립	21.1%
매도	0.0%

2020년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

CJ CGV (079160) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2018.11.21	산업분석	Buy	50,000	정지수	-22.4	-3.8
2019.11.21		1년 경과			-44.0	-23.2
2020.05.12	기업브리프	Hold	25,000	정지수	-	-

주가 및 적정주가 변동추이